

证券研究报告—动态报告

金融

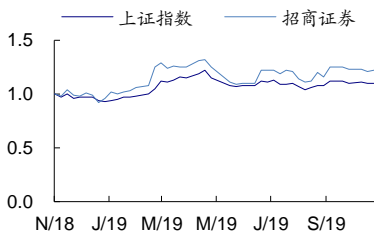
非银行金融

招商证券(600999)
增持

2019年三季度点评

(维持评级)

2019年10月31日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	6,699/5,719
总市值/流通(百万元)	109,401/93,391
上证综指/深圳成指	2,939/9,746
12个月最高/最低(元)	19.67/12.20

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165

E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 李锦儿

电话: 021-60933164

E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

自营驱动业绩提升

● 营业收入同比增长 66%, 净利润同比增长 57%

2019年前三季度,公司实现营业收入128.99亿元,同比增长65.56%;实现归母净利润48.24亿元,同比增长57.03%,主要源于公司自营业绩持续改善,报告期内投资收益同比增长214.98%。Q3单季实现营业收入43.59亿元,同比增长45.04%;归母净利润13.21亿元,同比增长4.41%。公司加权ROE为6.27%,同比增加2.47个百分点。基本每股收益0.63元,同比增长70.27%。报告期内公司经纪、投行、资管、利息、自营、资本中介和其他业务收入(大宗商品交易收入为主)占比分别为24.19%、9.04%、5.78%、11.43%、37.14%、11.43%和12.41%。

● 自营规模增长, 投资收益同比大增

前三季度公司实现自营业务收入47.91亿元,同比增长214.98%,其中Q3单季实现自营收入13.29亿元,同比增长25.39%。自营业绩的增长主要受益于权益市场的提升和自营规模的增长,报告期末公司金融投资资产为1896亿元,较6月末增长8.6%,其中交易性金融资产增长最明显,较上年末增长34.02%。

● 经纪、投行业绩改善, 资管收入继续下滑

(1) 经纪业务收入同比增长23.99%,低于全市场股基成交金额同比34.2%的增幅,主要源于佣金率下滑;(2) 投行收入同比增长13.57%。前三季度公司股权承销规模为284.6亿元,其中IPO承销规模为91.2亿元,再融资承销规模为193.4亿元,分别同比增长38.3%和53.4%;;债券承销规模为3010亿元,同比增长11.1%;(3) 由于资管规模下滑,公司资管业务收入同比下降14.61%。

● 投资建议

公司于10月16日推出员工持股计划(草案),有利于提升投资者对公司的投资信心,将推动公司股票市场价格与公司长期内在价值相匹配。我们预计2019-2021年公司归母净利润分别为64.43亿元、73.61亿元和84.28亿元,同比分别增长44.90%、14.26%、14.49%。目前公司PB估值为1.7倍,估值中枢有望提升,维持“增持”评级。

● 风险提示: 股市波动冲击自营投资收益; 市场交投活跃度下降。
盈利预测和财务指标

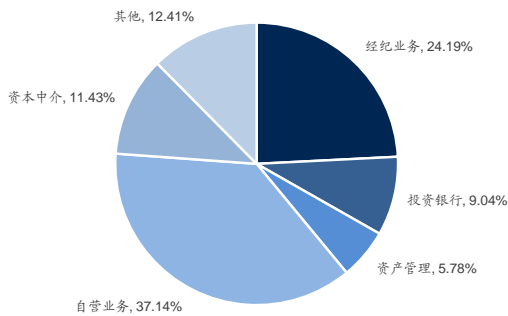
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	133.53	113.22	157.00	179.41	205.43
(+/-%)	14.17%	-15.21%	38.67%	14.27%	14.50%
净利润(亿元)	58.05	44.46	64.43	73.61	84.28
(+/-%)	7.16%	-23.40%	44.90%	14.26%	14.49%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.54	0.96	1.09	1.25
净资产收益率(ROE)	7.32%	5.50%	6.29%	6.86%	7.47%
市盈率(PE)	21.4	30.9	17.5	15.3	13.3
市净率(PB)	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

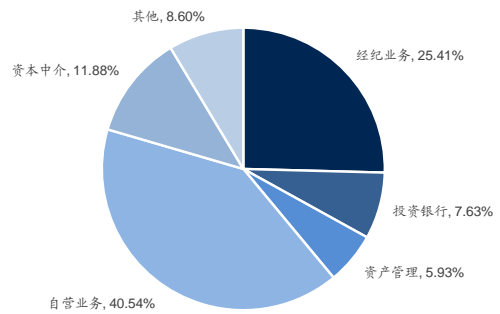
2019年前三季度，公司实现营业收入128.99亿元，同比增长65.56%；实现归母净利润48.24亿元，同比增长57.03%，主要源于公司自营业绩持续改善，报告期内投资收益同比增长214.98%。Q3单季实现营业收入43.59亿元，同比增长45.04%；归母净利润13.21亿元，同比增长4.41%。公司加权ROE为6.27%，同比增加2.47个百分点。基本每股收益0.63元，同比增长70.27%。报告期内公司经纪、投行、资管、利息、自营、资本中介和其他业务收入（大宗商品交易收入为主）占比分别为24.19%、9.04%、5.78%、11.43%、37.14%、11.43%和12.41%。

图 1：2019 前三季度公司业务结构



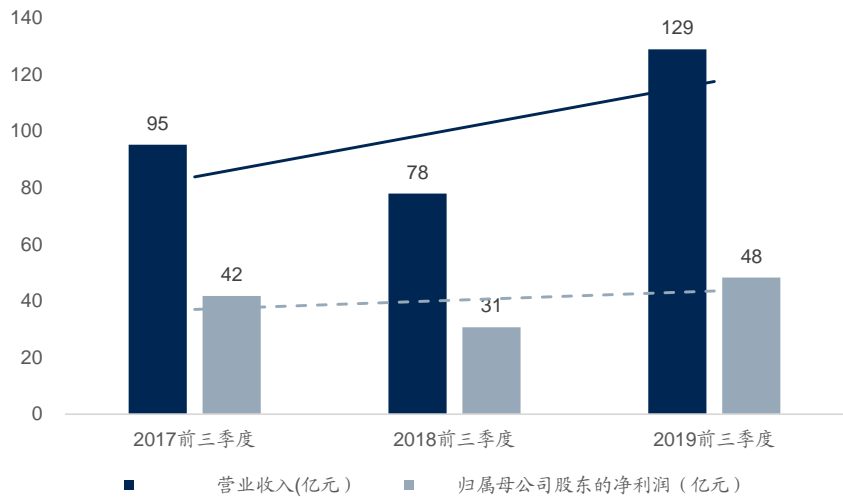
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2019H 公司业务结构

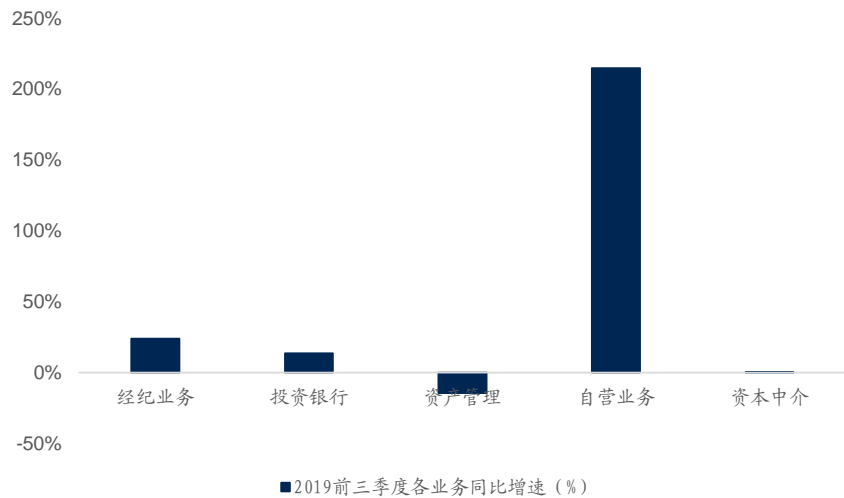


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：近三年公司前三季度营收情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司各业务同比增速


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

自营规模增长，投资收益同比大增。前三季度公司实现自营业务收入 47.91 亿，同比增长 214.98%，其中 Q3 单季实现自营收入 13.29 亿，同比增长 25.39%。自营业绩的增长主要受益于权益市场的提升和自营规模的增长，报告期末公司金融投资资产为 1896 亿，较 6 月末增长 8.6%，其中交易性金融资产增长最明显，较上年末增长 34.02%，主要源于债券投资规模增加。

经纪、投行业绩改善，资管收入继续下滑。(1) 经纪业务收入同比增长 23.99%，低于全市场股基成交金额同比 34.2% 的增幅，主要源于佣金率下滑；(2) 投行收入同比增长 13.57%。前三季度公司股权承销规模为 284.6 亿，其中 IPO 承销规模为 91.2 亿，再融资承销规模为 193.4 亿，分别同比增长 38.3% 和 53.4%；债券承销规模为 3010 亿，同比增长 11.1%；(3) 资管业务收入同比下滑 14.61%，主要由于资管规模下滑。

公司于 10 月 16 日推出员工持股计划（草案），有利于提升投资者对公司的投资信心，将推动公司股票市场价格与公司长期内在价值相匹配。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 64.43 亿元、73.61 亿元和 84.28 亿元，同比分别增长 44.90%、14.26%、14.49%。目前公司 PB 估值为 1.7 倍，估值中枢有望提升，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
资产总计	3,049.31	3,262.76	3,458.52	3,666.04	营业收入	113.22	157.00	179.41	205.43
货币资金	474.34	507.54	537.99	570.27	手续费及佣金净收入	64.48	73.61	86.60	102.11
融出资金	429.76	459.85	487.44	516.68	经纪业务净收入	31.54	41.01	49.21	59.05
交易性金融资产	1,001.25	1,071.33	1,135.61	1,203.75	投行业务净收入	14.46	17.36	20.83	24.99
买入返售金融资产	330.44	353.57	374.78	397.27	资管业务净收入	12.02	10.82	11.36	11.93
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	利息净收入	18.46	21.23	24.41	28.08
负债合计	2,241.38	2,239.00	2,386.00	2,537.62	投资收益	30.38	62.27	68.50	75.35
卖出回购金融资产款	612.68	2,405.07	2,525.33	2,525.33	其他收入	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
代理买卖证券款	489.12	488.60	520.68	553.76	营业支出	58.81	78.50	89.70	102.71
应付债券	534.19	533.62	568.66	604.79	营业外收支	0.07	0.07	0.07	0.07
所有者权益合计	807.92	1,023.76	1,072.52	1,128.41	利润总额	54.47	78.57	89.77	102.78
其他综合收益	4.71	6.12	7.04	8.10	所得税费用	10.01	14.14	16.16	18.50
少数股东权益	0.70	0.88	0.92	0.97	少数股东损益	0.21	0.31	0.35	0.40
归属于母公司所有者权益合计	807.23	1,022.88	1,071.60	1,127.44	归属于母公司净利润	44.25	64.12	73.26	83.88
每股净资产(元)	9.81	13.03	13.76	14.59					
总股本(亿股)	66.99	66.99	66.99	66.99					

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.54	0.96	1.09	1.25
每股红利				
每股净资产	9.81	13.03	13.76	14.59
ROIC				
ROE	5.50%	6.29%	6.86%	7.47%
收入增长	-15.21%	38.67%	14.27%	14.50%
净利润增长率	-23.40%	44.90%	14.26%	14.49%
资产负债率	73.50%	68.62%	68.99%	69.22%
P/E	30.9	17.5	15.3	13.3
P/B	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA				

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032